



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年4月27日

建材行业

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210080004
guanxue@cicc.com.cn

无评级

江西水泥 (000789.SZ)

调研纪要: 供需紧张, 价格趋势向好

主要财务信息(Wind 一致预期)

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,919	2,865	3,847	4,849	5,288
+/-		49.3%	34.3%	26.0%	9.1%
净利润	49	66	153	387	452
+/-		34.9%	131.9%	152.6%	16.9%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.17	0.39	0.98	1.14
每股净资产(元)	2.52	2.69	3.08	4.09	5.19
市盈率(x)	134.6	99.8	43.0	17.0	14.6
市净率(x)	6.6	6.2	5.4	4.1	3.2
资本回报率(%)	4.92	6.2	12.58	27.68	28.45

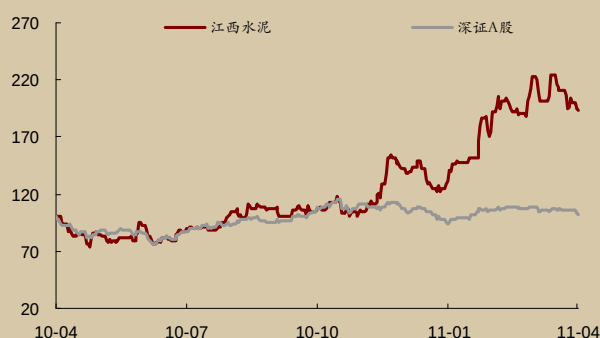
股票信息

A股	
股票代码	000789.CH
当前股价(元)	人民币16.65
日成交量(百万股)	3.62
52周最高价/最低价	人民币19.8/6.17
总市值(百万元)	6,592
发行股数(百万股)	396
其中:流通股(百万股)	376
主要股东(持股比例)	江西水泥责任有限公司 (45.5%)

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[000789.SZ]	-0.83	-13.05	+55.46	+34.49
[深证A股指数]	-2.93	-5.84	+6.87	+2.22

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

3月底南昌跌价50元后,4月2日价格重新上调40元,目前价格已经恢复至跌价前水平。今年4月以来,江西雨水明显偏少,江西水泥市场供需紧张,公司库位非常低。一方面,因雨水偏少,施工天数增加,市场需求旺盛,公司目前日出货量5.5万吨,已经达到满产水平,另一方面,全省煤炭供应紧张导致火电供应不足,水电因来水不足发电量也减少,因此水泥企业生产一直处于亚负荷状态,供应无法完全释放。今年夏季用电高峰时期,水泥企业限产让电的可能性比较高。

4月水泥平均不含税出厂价格330元,3月价格320+元。公司一季度吨毛利90+元,4月吨毛利110-120元。从目前市场供需来看,未来价格稳中上升是大概率事件。

江西省2010-2012年新增产能分别为1200万吨(6条线),600万吨(3条线)和400万吨(2条线),落后产能年均淘汰约300万吨。预计2010-2012年年底产能分别为6500万吨,6800万吨和7100万吨,2011-2012年增长率分别为4.6%和4.4%。

江西省作为中部发展较落后地区,农村市场需求、小城镇化以及基建需求占比较大,商业房地产需求低于20%。安居房有望下半年大规模启动。南昌市规划今年开工100万套保障房建设。预计今年江西水泥需求增速为两位数。

公司十二五规划。自定位为区域性公司,主要覆盖赣东北,赣南,福建厦门和福清。2010年底总产能1800万吨,1100万吨权益。计划2015年末,自建总产能达到2200万吨。

盈利预测:

预计公司2011年总产量1800万吨,权益产量1170万吨(65%权益),吨三费35元(公司指导是30元),税率25%,在吨毛利90元(一季度水平),100元和110元三种情况下,公司2011年每股收益分别为:1.22元,1.44元和1.66元。对应2011年市盈率分别为13.6x,11.6x和10x。目前市场一致预期为0.98元,明显偏低。

请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

2011 年江西新增产能 600 万吨

2011 年江西新增产能：江西南方 2*5000t/d，位于赣西，红狮 5000t/d，位于赣东，亚东水泥 6000t/d（明年年初投产可能性更大），位于赣北，宝华山 5000t/d（明年投产可能性更大），位于赣南。今年估计水泥年底产能增加 600 万吨。

2010 年江西投产 6 条生产线，截至年底，江西水泥总产能约为 6500 万吨，其中落后产能 800 万吨。2011 年，新增产能 600 万吨，落后产能淘汰预计为 300 万吨，净增产能 300 万吨。2011 年产能增长不到 5%。

2012 年，将有亚东水泥 6000t/d 和宝华山 5000t/d 两条生产线投产。2013 年，确定还有亚东水泥一条 6000t/d 生产线投产。公司目前还规划有一条 5000t/d，但还没有开工，投产时间不确定。

周边市场：福建新增产能比较多，但目前回流很少，因福建水泥需求量旺盛。周边安徽，广东新增产能很小。

3-4 月份供电处于亚负荷，使得水泥供应偏紧，而需求旺盛

今年一季度与去年相比，农民自建房增多。目前重点工程供不应求，省上经常打电话保证供应。房地产增量不大，但中小型城镇化需求量大，安居房还没有开始启动。南昌市规划今年完成保障房 100 万套。2010 年江西水泥需求增长 10+%，今年水泥需求增长两位数应该问题不大。

3 月不含税均价 320+元，4 月 330 元，已经从 3 月底的那次跌价中涨了回来。去年最高价 342 元，去年全年均价 265 元。4 月成本 210+元，4 月吨毛利达到 110-120 元。预计吨三费今年 30 元，管理费用率下降，财务费用增加 2000-3000 万元。

一季度销量 345 万吨，4 月 165 万吨，二季度预计为 500 万吨。预计今年上半年销量 850 万吨，按历史看，上半年占 40-45%，今年总销量 1800 万吨没有问题，按照 65%权益，权益销量 1170 万吨。目前日出出货量 5.5 万吨，已经满产。现在库存基本都是空的。公司需求分布：农村市场占比 60%，重点工程和搅拌站 40%。

今年用电偏紧，水电少，电煤紧张，电厂供应量少，而用电需求增加。因此高耗能行业处于限电状态，亚负荷生产。未来不排除继续限电，限负荷。水泥厂适合限电，粉磨站限电对熟料没影响，粉磨站有避峰功能，一限制

马上让出负荷。公司认为到了夏天不敢想像，有可能再次拉闸限电。

公司成本偏高的原因

公司技术工艺较低的新型干法产能占比比较高，单线规模较小，只有 450 万吨是 5000t/d，其他都是 3000t 以下。以前公司主要采购烟煤，比无烟煤低 200 块。但现在烟煤价格甚至高于无烟煤。公司吨水泥耗 170 公斤实物煤，118 公斤标煤，高于同行水平。因煤炭问题，公司吨成本比同行高出 6 元。电耗，吨熟料 60-62 度。余热发电 27-28 度，同行一般是 35 度。

当前煤价稳定，但供应比较紧张，主要因运输紧张。外省烟煤加运费 900-1000 元，省内无烟煤 700 元。比去年高 80-100 元。今年会涨工资，一吨水泥人工 13 块，涨 50%就是 20 元，工资上涨对成本压力不大。预计今年上半年平均成本 210-220 元，下半年 200 左右，平均 210 元。

公司十二五规划

公司自定位为区域性公司，主要覆盖赣东北，赣南，福建厦门和福清。2010 年底总产能 1800 万吨，1100 万吨权益。计划 2015 年末，自建总产能达到 2200 万吨（2010 年底熟料总产能 1146 万吨，2015 年末达到 1400-1500 万吨）。意味着十二五期间还需再加 2 条 5000t/d。

未来发展方向就是产业链延伸，如向混凝土行业延伸，加大环保投入以及城市垃圾处理。

对限价问题的看法

水泥对国民经济影响非常小，房价已经涨了许多倍，水泥与钢价比也很低，水泥限价的必要性很低。公司认为价格达到 80-90 美元是合理价格。不是说价格越高，利润越高，应该会增加成本，比如说提高劳动力成本，加大安全和环保投入等等。

盈利预测

预计公司 2011 年总产量 1800 万吨，权益产量 1170 万吨（65%权益），吨三费 35 元（公司指导是 30 元），税率 25%，在吨毛利 90 元（一季度水平），100 元和 110 元三种情况下，公司 2011 年每股收益分别为：1.22 元，1.44 元和 1.66 元。对应 2011 年市盈率分别为 13.6x，11.6x 和 10x。

主要风险：房地产投资超预期下滑。

图表 1: 各季度业绩分析

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
营业收入	462	607	945	852	590	778	1,057	1,421	-
营业成本	389	518	794	645	492	712	898	957	-
主营业务税金及附加	2	2	7	0	3	4	6	6	-
主营业务利润	71	87	144	207	96	62	154	459	-
营业费用	22	28	58	49	31	34	43	51	-
管理费用	23	24	44	31	35	32	29	65	-
财务费用	21	28	35	40	25	43	44	40	-
资产减值	-0	0	-0	4	0	1	-0	9	-
公允价值变动损益	-	-	0	0	-	-	-	0	-
投资收益	-	3	0	1	-	-	-	47	-
营业利润	6	10	7	84	4	-49	37	341	-
营业外收入	6	9	36	28	18	8	7	43	-
营业外支出	0	3	5	3	3	-2	1	21	-
利润总额	12	16	38	108	20	-39	43	362	-
所得税	5	3	8	21	4	7	10	75	-
少数股东损益	5	3	19	42	12	-14	21	117	-
净利润	1	10	10	45	4	-33	12	171	83
全面摊薄每股收益	0.00	0.02	0.03	0.11	0.01	-0.08	0.03	0.43	0.21
毛利率	15.8%	14.7%	16.0%	24.3%	16.7%	8.5%	15.1%	32.7%	-
营业费用率	4.7%	4.6%	6.2%	5.7%	5.3%	4.4%	4.1%	3.6%	-
管理费用率	4.9%	4.0%	4.7%	3.7%	5.9%	4.2%	2.8%	4.6%	-
营业利润率	1.3%	1.7%	0.8%	9.8%	0.7%	-6.2%	3.5%	24.0%	-
净利润率	0.3%	1.6%	1.1%	5.3%	0.6%	-4.2%	1.1%	12.0%	-
有效税率	42.0%	18.9%	22.1%	19.4%	18.8%	-18.7%	23.9%	20.6%	-

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部 *2011 年 1 季度数据为公司的业绩预增公告数

图表 2：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-4-26	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	39.1	39.0	22.3	10.3	8.3	4.8	3.9	2.9	2.2	24.2	15.5	7.5	6.1
000401.SZ	冀东水泥	CNY	26.7	32.9	23.1	15.1	12.7	4.8	4.0	3.2	2.6	22.8	10.1	6.8	5.7
600801.SH	华新水泥	CNY	50.1	40.4	35.3	12.6	9.7	4.4	4.0	3.1	2.4	17.8	16.5	7.7	6.1
600720.SH	祁连山	CNY	19.7	22.9	19.0	10.9	7.6	4.4	3.6	2.7	2.0	17.3	15.7	9.1	6.3
600449.SH	赛马实业	CNY	35.9	15.8	12.5	10.9	8.7	3.4	2.7	2.4	1.9	12.4	10.8	7.4	5.7
000877.SZ	天山股份	CNY	40.3	44.6	31.0	15.6	11.3	9.1	3.5	2.9	2.4	28.9	19.1	10.6	8.1
600425.SH	青松建化	CNY	25.1	58.2	39.3	29.9	22.2	8.0	5.0	4.6	4.2	31.2	29.4	18.7	15.1
中金覆盖A股平均值				36.3	26.1	15.0	11.5	5.6	3.8	3.1	2.5	22.1	16.7	9.7	7.6
中金覆盖A股中位数				39.0	23.1	12.6	9.7	4.8	3.9	2.9	2.4	22.8	15.7	7.7	6.1
000789.SZ	江西水泥	CNY	16.7	99.8	43.8	17.0	14.6	6.2	5.4	4.1	3.2	18.5	14.4	6.9	6.3
002233.SZ	塔牌集团	CNY	20.8	39.1	28.2	17.4	14.0	4.4	3.8	3.2	2.8	14.7	12.7	9.3	7.8
601992.SH	金隅股份	CNY	14.7	24.9	21.9	15.6	12.4	3.4	3.0	2.6	2.1	23.3	21.0	15.5	11.9
600881.SH	亚泰集团	CNY	8.2	20.9	22.8	12.5	9.2	2.2	2.1	1.8	1.5	16.2	18.8	11.4	9.2
000885.SZ	同力水泥	CNY	15.0	33.3	71.2	50.1	21.4	3.5	3.3	n.a	n.a	10.9	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				272.3	47.1	21.6	13.7	5.4	4.2	3.3	2.7	29.7	21.3	10.4	8.3
A股市场位数				39.0	29.6	16.3	12.7	4.4	3.8	2.9	2.4	23.3	16.5	9.2	7.0
914.HK	海螺水泥	HKD	55.1	48.3	27.1	11.9	9.6	6.0	4.8	3.4	2.6	21.3	13.3	6.2	5.0
3323.HK	中国建材	HKD	32.7	33.2	22.5	11.8	9.7	6.1	4.0	2.9	2.1	17.7	11.6	7.1	6.2
中金覆盖H股平均值				40.8	24.8	11.9	9.6	6.0	4.4	3.1	2.3	19.5	12.5	6.6	5.6
中金覆盖H股中位数				40.8	24.8	11.9	9.6	6.0	4.4	3.1	2.3	19.5	12.5	6.6	5.6
1313.HK	华润水泥	HKD	8.0	20.1	27.3	15.2	12.0	4.3	3.7	3.0	2.4	38.7	19.5	11.1	8.5
1893.HK	中材股份	HKD	8.0	35.1	20.2	14.2	11.8	3.1	2.7	2.2	1.9	10.2	6.4	4.5	3.8
2009.HK	金隅集团	HKD	13.0	19.4	15.9	11.2	8.6	2.7	2.4	2.0	1.7	26.0	13.5	9.1	6.8
691.HK	山水水泥	HKD	8.1	28.4	18.5	10.7	8.8	3.9	3.3	2.7	2.2	12.1	8.8	5.7	4.8
743.HK	亚洲水泥	HKD	6.1	13.9	18.9	11.0	9.5	1.2	1.1	1.0	0.9	9.2	9.3	6.5	5.9
2233.HK	西部水泥	HKD	3.5	0.6	12.9	9.4	7.8	0.2	3.7	2.6	2.0	16.3	9.5	6.0	4.9
H股市场平均值				28.4	21.5	12.3	10.0	3.9	3.1	2.4	2.0	19.3	11.8	7.2	5.9
H股市场位数				28.4	20.2	11.8	9.6	3.9	3.3	2.7	2.1	17.7	11.6	6.5	5.9
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	76.2	15.5	22.6	18.4	14.3	1.3	1.3	1.3	1.2	8.5	8.6	8.2	7.2
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	51.8	172.5	23.2	13.7	10.1	0.9	0.9	0.8	0.7	9.5	8.0	7.2	6.4
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	47.5	17.1	15.5	13.5	10.5	0.9	0.9	0.8	0.8	8.5	8.3	7.7	7.0
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	16.4	18.7	23.7	18.0	13.5	1.2	1.2	1.1	1.1	8.7	9.6	8.5	7.4
IT IM equity	意大利水泥	EUR	7.2	28.2	50.1	25.7	15.2	0.6	0.6	0.6	0.6	5.3	6.9	6.6	5.7
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,124.5	13.5	18.8	20.0	16.9	3.6	3.2	3.1	2.8	7.3	10.5	10.9	9.4
其他市场平均值				44.2	25.6	18.2	13.4	1.4	1.3	1.3	1.2	8.0	8.6	8.2	7.2
其他市场中位数				17.9	22.9	18.2	13.9	1.1	1.0	1.0	0.9	8.5	8.5	8.0	7.1

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED